

# 环能科技（300425）研究报告

设备下滑拖累业绩，黑臭水治理大有可为

买入（维持）

2016年8月24日

盈利预测及估值

	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	330	593	760	856
同比(+/-%)	40.2%	80.0%	28.1%	12.7%
净利润(百万元)	52	93	139	161
同比(+/-%)	-3.3%	78.0%	49.6%	15.6%
毛利率(%)	47.7%	41.1%	41.5%	41.7%
净资产收益率(%)	4.9%	7.0%	9.7%	10.3%
每股收益(元)	0.34	0.50	0.75	0.86
PE	107.86	63.76	42.63	36.88
PB	5.25	4.48	4.14	3.79

**事件:**

发布 2016 年中报，上半年实现收入 2.36 亿元，同比增长 59.86%；净利润 0.34 亿元，同比下降 4.81%；扣非净利 0.33 亿元，同比下降 0.51%。

**投资要点:**

■ **设备销售业绩下滑，运营服务增速明显:** 1) 江苏华大 2015 年 10 月并表，上半年实现营收 0.88 亿元，为新增营收的主要来源。不考虑华大的贡献，公司原有主业上半年收入 1.50 亿元，与上年同期的 1.48 亿元基本持平。 2) 水处理成套设备及配套业务营收 0.87 亿元，同比下降 18.18%，毛利率 41.76%，同比下降 10.22PCT，是上半年拖累业绩的主要因素。宏观经济下行以及钢铁煤炭供给侧改革深入背景下，设备销售下游需求可能持续低迷，但环保标准的提高也将带来设备更新换代需求，公司作为超磁水处理设备龙头在新竞争格局中有望维持领先地位。 3) 上半年运营服务收入 0.62 亿同比大增 52.55%，毛利率 54.62% 同比增长 1.10PCT，毛利 0.34 亿与成套设备的 0.37 亿毛利基本持平（2015H1 运营毛利 0.22 亿、成套设备毛利 0.51 亿），成为业绩重要支撑。 公司 8 月 10 日中标北京 3.1 万吨/日黑臭水项目再证实力，随着“水十条”对黑臭水体治理的全面推进，公司在水环境运营服务上将迎来进一步拓展，

■ **期间费用维持稳定:** 公司上半年期间费用率 23.12%，较上年同期增长 0.62PCT。其中销售费用率 10.10%、同比下降 0.65PCT；管理费用率 13.35%，同比增长 1.16PCT；财务费用率 -0.33%，同比增长 0.11PCT。公司收购华大后平稳过度，除管理费用略有增加外，各项费用均管控良好。

■ **签订 40 亿 PPP 框架协议，深入拓展华南市场:** 公司 7 月 4 日公告，与粤桂特别试验区管委会签署投资建设框架协议，总投资规模约 40 亿元，包括工业污水处理厂（BOT 模式，一期规模 1 万吨，总投资 1 亿元；二期规模 2 万吨；三期中水回收）；自来水目（BOT 模式，一期规模 5 千吨；二期规模 3-10 万吨）；污水管网项目（PPP 模式）；自来

首席证券分析师 袁理

执业资格证书号码: S0600511080001

021-60199782

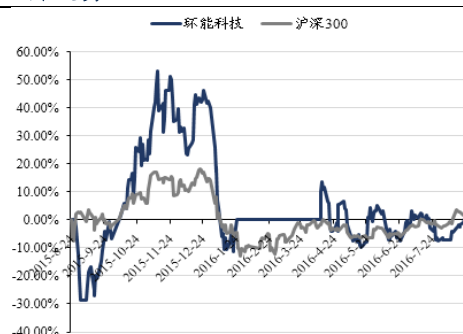
[yuanl@dwzq.com.cn](mailto:yuanl@dwzq.com.cn)

研究助理 翟堃

021-60199789

[zhaik@dwzq.com.cn](mailto:zhaik@dwzq.com.cn)

**股价走势**



**市场数据**

收盘价(元)	31.80
一年最低价/最高价	44.56/26.60
市净率	5.15
流通 A 股市值(百万元)	2172

**基础数据**

每股净资产(元)	6.17
资产负债率(%)	21.70
总股本(百万股)	177
流通 A 股(百万股)	68

**相关研究**

1. 黑臭水治理最佳标的  
2015 年 9 月 11 日
2. 高弹性，业绩爆发前夜  
2015 年 10 月 13 日
3. 业绩增长稳定，未来发展看点多  
2015 年 10 月 26 日
4. 政策春风促拿大单，执行力强高速发展  
2015 年 10 月 26 日
5. 造全方位水生态平台  
2016 年 3 月 31 日
6. 打造“设备-设计-工程-运维”全产业链水生态平台  
2016 年 4 月 26 日

水管网项目（BOT 模式）。该 PPP 项目近两年投资规模约 2-3 亿元，未来有望作为示范项目进一步进军广东广西市场，更多 PPP 项目可期。

- **积极外延并购，打造全方位水生态平台：**1) 公司上市以来扩张迅速，15 年收购江苏华大 100% 的股权，扩展污泥产业链；16 年收购四通环境 65% 的股权（已获证监会通过），布局污水处理运营，增强建设资质能力；收购道源环境 100% 的股权，补齐设计资质。打通“设备-设计-工程-运维”全产业链，打造全方位的水生态保护与修复平台龙头。2) 参与首都水环境治理技术创新及产业发展基金、环能睿泽环境产业基金、禹泽环境产业基金，不断拓展业务领域和范围，做大做强动力充足。公司将在稳健当前黑臭水磁分离领域龙头地位的同时有望跻身 PPP 万亿市场，海绵城市更值得期待！
- **盈利预测与估值：**考虑到公司传统设备销售行业景气度下行，我们下调公司 2016-2018 年盈利预测至 0.50、0.75、0.86 元（考虑此次发行摊薄），对应 PE 64、43、37 倍。公司作为磁分离龙头，未来在水环境治理运营上仍将有发展，且在通过产业基金、PPP 模式打造新发力点。公司员工持股计划 31.88 元/股完成买入 1000 万元（总计划 1/3），安全边际较高，维持“买入”评级。
- **风险提示：**业务拓展不及预期，收购整合风险。

图表 1 环能科技盈利预测

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万 元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	<b>927.8</b>	<b>1225.3</b>	<b>1416.2</b>	<b>1584.1</b>	<b>营业收入</b>	<b>329.6</b>	<b>593.2</b>	<b>760.0</b>	<b>856.4</b>
现金	305.9	283.1	212.0	228.8	营业成本	172.3	349.1	444.3	498.9
应收款项	363.4	568.8	728.7	821.3	营业税金及附加	2.8	5.3	6.8	7.7
存货	235.4	334.8	426.0	478.4	营业费用	44.1	69.2	75.9	87.6
其他	23.0	38.6	49.4	55.7	管理费用	51.5	84.1	97.4	103.1
<b>非流动资产</b>	<b>501.9</b>	<b>541.7</b>	<b>563.2</b>	<b>583.1</b>	财务费用	-3.1	-3.6	-2.6	-2.2
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	240.7	284.3	309.5	333.0	其他	-14.8	3.8	3.7	3.6
无形资产	114.3	110.5	106.9	103.3	<b>营业利润</b>	<b>47.2</b>	<b>92.8</b>	<b>141.8</b>	<b>164.9</b>
其他	146.9	146.9	146.9	146.9	营业外净收支	6.4	6.0	6.0	6.0
<b>资产总计</b>	<b>1429.6</b>	<b>1767.0</b>	<b>1979.4</b>	<b>2167.2</b>	<b>利润总额</b>	<b>53.5</b>	<b>98.8</b>	<b>147.8</b>	<b>170.9</b>
<b>流动负债</b>	<b>317.7</b>	<b>406.7</b>	<b>507.9</b>	<b>567.3</b>	所得税费用	2.8	5.9	8.9	10.3
短期借款	10.0	20.0	20.0	20.0	少数股东损益	-1.4	0.0	0.0	0.0
应付账款	156.6	287.0	365.1	410.1	<b>归属母公司净利</b>				
其他	151.1	99.7	122.8	137.2	润	<b>52.2</b>	<b>92.90</b>	<b>138.96</b>	<b>160.62</b>
<b>非流动负债</b>	<b>38.2</b>	<b>38.2</b>	<b>38.2</b>	<b>38.2</b>	EBIT	61.0	89.2	139.2	162.7
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	EBITDA	75.8	118.1	171.0	197.4
其他	38.2	38.2	38.2	38.2	<b>重要财务与估值</b>				
<b>负债总计</b>	<b>355.9</b>	<b>444.9</b>	<b>546.1</b>	<b>605.5</b>	指标	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
少数股东权益	0.7	0.7	0.7	0.7	每股收益(元)	0.34	0.50	0.75	0.86
归属母公司股东					每股净资产(元)	6.06	7.09	7.69	8.38
权益	1073.0	1321.3	1432.5	1561.0	发行在外股份(百				
<b>负债和股东权益总</b>					万股)	177.0	186.3	186.3	186.3
<b>计</b>	<b>1429.6</b>	<b>1767.0</b>	<b>1979.4</b>	<b>2167.2</b>	ROIC(%)	7.6%	7.0%	9.6%	10.2%
					ROE(%)	4.9%	7.0%	9.7%	10.3%
<b>现金流量表 (百万 元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	毛利率(%)	47.7%	41.1%	41.5%	41.7%
经营活动现金流	11.9	-136.5	10.0	103.4	EBIT Margin(%)	18.5%	15.0%	18.3%	19.0%
投资活动现金流	-171.3	-51.7	-53.3	-54.6	销售净利率(%)	15.8%	15.7%	18.3%	18.8%
筹资活动现金流	391.5	165.4	-27.8	-32.1	资产负债率(%)	24.9%	25.2%	27.6%	27.9%
现金净增加额	232.2	-22.8	-71.0	16.7	收入增长率(%)	40.2%	80.0%	28.1%	12.7%
企业自由现金流	-279.6	-197.3	-51.3	41.2	净利润增长率(%)	-3.3%	78.0%	49.6%	15.6%

数据来源：东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

